

## Carta Mensal

Nesta Carta, apresentamos uma análise do mês de Outubro e uma seção “...out of the box”, onde discutimos algumas das principais questões que o Brasil precisará endereçar se quiser crescer de forma sustentável no longo prazo.

### I. Análise Mensal

O grande *driver* para o mercado em outubro foi, novamente, a disputa presidencial no país. No mês, o Ibovespa chegou a subir +7,21% até 14/Out. Tanta euforia foi fruto de uma expectativa de vitória - baseada em pesquisas eleitorais - do candidato da oposição Aécio Neves. No entanto, na 2ª quinzena do mês, estas mesmas pesquisas começaram a apontar uma possível “virada” da candidata à reeleição Dilma Rousseff. A partir daí, o Ibovespa passou a sofrer perdas no mês. Uma probabilidade maior de vitória de Dilma Rousseff nas eleições presidenciais passou a ser precificada pelo mercado, mesmo com algumas das pesquisas eleitorais apontando, ainda, para um empate técnico entre os candidatos.

No domingo, 26/Out, houve o 2º turno das eleições presidenciais. No mesmo dia, os resultados apurados mostraram a vitória de Dilma Rousseff, com 51,64% dos votos válidos contra 48,36% para Aécio Neves.

No dia seguinte, o Ibovespa abriu em queda acentuada, chegando a -6,20%, mas fechou o dia com uma queda mais moderada de -2,77%. Especulações sobre a nova equipe ministerial de Dilma, especialmente na área econômica, alimentaram expectativas mais positivas para o país. A euforia que se seguiu – alimentada por uma espécie de “*wishful thinking*” – conduziu o Ibovespa a encerrar o mês com uma alta de +0,95%, algo anteriormente inesperado para o caso de uma vitória de Dilma Rousseff.

A realidade, no entanto, é que Outubro terminou e a nova equipe ministerial para este 2º mandato de Dilma Rousseff não foi anunciada. O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu aumentar a taxa básica de juros, Selic, em 0,25 p.p., 3 dias após as eleições. Isto deu certo alento aos mercados, uma vez que tal gesto foi interpretado como uma sinalização de austeridade e comprometimento com uma política macroeconômica responsável. No entanto, o ambiente macro e institucional do país continua, de fato, muito frágil. E julgamos que será muito difícil para o governo reeleito fortalecê-lo.

## II. ...*Out of the Box*

Nesta seção, discutimos algumas das principais questões que o Brasil precisará endereçar se quiser crescer de forma sustentável no longo prazo.

Segundo Robert Solow, ganhador do prêmio Nobel de Economia de 1987 e referência até hoje na área de *Economic Growth*, o crescimento econômico de um país tem como principais determinantes (i) os aumentos dos fatores de produção (capital e trabalho), e (ii) o progresso tecnológico.

Neste contexto, “trabalho” significa o esforço físico e mental do trabalhador na produção de um bem ou serviço. “Capital” significa o estoque de máquinas, equipamentos e plantas/edifícios. Já “progresso tecnológico” envolve inovação e sofisticação do processo produtivo.

Os países podem ser separados em, basicamente, 3 grupos: (i) economias “*factor driven*”, ou seja, economias cujo crescimento se dá, basicamente, por conta de aumentos dos fatores de produção (capital e trabalho), (ii) economias “*efficiency driven*”, ou seja, economias cujo crescimento é oriundo, basicamente, de ganhos de eficiência no processo produtivo, e (iii) economias “*innovation driven*”, ou seja, economias cujo crescimento advém, em grande parte, de inovações e sofisticação do processo produtivo.

Não é difícil perceber que países em estágio primário de desenvolvimento se encaixam no grupo “*factor driven*”, enquanto países mais avançados estão no grupo “*innovation driven*”. A figura abaixo, extraída do “The Global Competitiveness Report”, 2012, World Economic Forum, mostra esta classificação.

Obviamente, todos os países têm os mesmos determinantes de crescimento - aumentos dos fatores de produção e progresso tecnológico. No entanto, para um dado país, a importância relativa de variações em cada um destes determinantes depende do seu estágio de desenvolvimento.

Para países “*factor driven*” como Bangladesh, por ex., aumentos nos fatores de produção teriam um grande efeito sobre o crescimento do país. Uma “simples” melhoria das condições de saúde e educação primária da população, por ex., já daria um *boost* no fator “trabalho” e isto já seria suficiente para um grande salto de crescimento. Por isso, para promover o crescimento, países “*factor driven*” precisam, primordialmente, reforçar sua **saúde e educação primária**, bem como melhorar suas **instituições, infraestrutura, e ambiente macroeconômico**.

Já países “*efficiency driven*” como a Costa Rica, por ex., precisam melhorar a eficiência de sua economia através de **melhoria da qualidade da educação, maior eficiência do mercado**

de trabalho, maior desenvolvimento do mercado financeiro, e maior utilização de tecnologia existente.

Por fim, países que estão em estágio mais avançado de desenvolvimento, como os EUA por ex., precisam, basicamente, de **inovações** e **sofisticação do processo produtivo** para continuar crescendo.

**Table 2: Countries/economies at each stage of development**

Stage 1: Factor-driven (37 economies)	Transition from stage 1 to stage 2 (24 economies)	Stage 2: Efficiency-driven (28 economies)	Transition from stage 2 to stage 3 (18 economies)	Stage 3: Innovation-driven (35 economies)
Bangladesh	Algeria	Albania	Argentina	Australia
Benin	Angola	Belize	Barbados	Austria
Bolivia	Armenia	Bosnia and Herzegovina	Brazil	Bahrain
Burkina Faso	Azerbaijan	Bulgaria	Chile	Belgium
Burundi	Botswana	Cape Verde	Croatia	Canada
Cambodia	Brunei Darussalam	China	Estonia	Cyprus
Cameroon	Egypt	Colombia	Hungary	Czech Republic
Chad	Georgia	Costa Rica	Latvia	Denmark
Côte d'Ivoire	Guatemala	Dominican Republic	Lebanon	Finland
Ethiopia	Guyana	Ecuador	Lithuania	France
Gambia, The	Honduras	El Salvador	Mexico	Germany
Ghana	Iran, Islamic Rep.	Indonesia	Oman	Greece
Haiti	Jamaica	Jordan	Poland	Hong Kong SAR
India	Kazakhstan	Macedonia, FYR	Russian Federation	Iceland
Kenya	Kuwait	Malaysia	Slovak Republic	Ireland
Kyrgyz Republic	Mongolia	Mauritius	Trinidad and Tobago	Israel
Lesotho	Paraguay	Montenegro	Turkey	Italy
Madagascar	Philippines	Morocco	Uruguay	Japan
Malawi	Qatar	Namibia		Korea, Rep.
Mali	Saudi Arabia	Panama		Luxembourg
Mauritania	Sri Lanka	Peru		Malta
Moldova	Syria	Romania		Netherlands
Mozambique	Ukraine	Serbia		New Zealand
Nepal	Venezuela	South Africa		Norway
Nicaragua		Suriname		Portugal
Nigeria		Swaziland		Puerto Rico
Pakistan		Thailand		Singapore
Rwanda		Tunisia		Slovenia
Senegal				Spain
Tajikistan				Sweden
Tanzania				Switzerland
Timor-Leste				Taiwan, China
Uganda				United Arab Emirates
Vietnam				United Kingdom
Yemen				United States
Zambia				
Zimbabwe				

O relatório do World Economic Forum coloca o Brasil em um grupo intermediário entre o *"efficiency driven"* e o *"innovation driven"*. No entanto, **é curioso notar que o Brasil ainda não resolveu satisfatoriamente problemas básicos de infraestrutura, qualidade das instituições, estabilidade macroeconômica, e saúde e educação primária. Para avançar e voltar a crescer, o país precisa endereçar estas questões.** Caso contrário, sua capacidade de crescimento sustentável de longo prazo continuará questionável.

Apresentamos abaixo o *ranking* de competitividade do Brasil em relação a outros 142 países pesquisados pelo World Economic Forum. Como é possível constatar, o país está bem atrás em muitos quesitos.

## Global Competitiveness Index

	Rank (out of 142)	Score (1–7)
<b>GCI 2011–2012</b> .....	<b>53</b>	<b>4.3</b>
GCI 2010–2011 (out of 139).....	58	4.3
GCI 2009–2010 (out of 133).....	56	4.2
<b>Basic requirements (35.5%)</b> .....	<b>83</b>	<b>4.3</b>
Institutions.....	77	3.7
Infrastructure.....	64	4.0
Macroeconomic environment.....	115	4.2
Health and primary education.....	87	5.4
<b>Efficiency enhancers (50.0%)</b> .....	<b>41</b>	<b>4.4</b>
Higher education and training.....	57	4.4
Goods market efficiency.....	113	3.8
Labor market efficiency.....	83	4.2
Financial market development.....	43	4.5
Technological readiness.....	54	4.0
Market size .....	10	5.6
<b>Innovation and sophistication factors (14.5%)</b> .....	<b>35</b>	<b>4.0</b>
Business sophistication .....	31	4.5
Innovation.....	44	3.5

O *ranking* geral do Brasil é #53 dentre 142 países. Mas o país dispõe de alguns pontos fortes como mercado consumidor doméstico grande e com escala (#10) e ambiente de negócios relativamente sofisticado (#31). O mercado financeiro brasileiro também é relativamente bem desenvolvido (#43) e a capacidade de inovação também é relativamente boa (#44).

No entanto, o Brasil está muito atrasado em itens básicos, ainda mais quando olhamos os sub-índices abertos:



## The Global Competitiveness Index in detail

INDICATOR	VALUE	RANK/142	INDICATOR	VALUE	RANK/142
<b>1st pillar: Institutions</b>			<b>6th pillar: Goods market efficiency</b>		
1.01 Property rights	4.4	59	6.01 Intensity of local competition	5.2	48
1.02 Intellectual property protection	3.2	84	6.02 Extent of market dominance	4.3	40
1.03 Diversion of public funds	2.6	110	6.03 Effectiveness of anti-monopoly policy	4.6	34
1.04 Public trust of politicians	2.1	105	6.04 Extent and effect of taxation	2.1	142
1.05 Irregular payments and bribes	4.1	61	6.05 Total tax rate, % profits*	69.0	133
1.06 Judicial independence	3.7	71	6.06 No. procedures to start a business*	15	134
1.07 Favoritism in decisions of government officials	3.1	65	6.07 No. days to start a business*	120	138
1.08 Wastefulness of government spending	2.0	136	6.08 Agricultural policy costs	4.5	21
1.09 Burden of government regulation	2.0	142	6.09 Prevalence of trade barriers	4.0	109
1.10 Efficiency of legal framework in settling disputes	3.5	75	6.10 Trade tariffs, % duty*	11.5	120
1.11 Efficiency of legal framework in challenging regs.	3.7	66	6.11 Prevalence of foreign ownership	4.6	79
1.12 Transparency of government policymaking	4.1	78	6.12 Business impact of rules on FDI	4.6	74
1.13 Business costs of terrorism	6.2	23	6.13 Burden of customs procedures	3.1	124
1.14 Business costs of crime and violence	3.4	126	6.14 Imports as a percentage of GDP*	12.0	142
1.15 Organized crime	4.0	120	6.15 Degree of customer orientation	4.9	51
1.16 Reliability of police services	4.3	66	6.16 Buyer sophistication	3.7	47
1.17 Ethical behavior of firms	3.7	83	<b>7th pillar: Labor market efficiency</b>		
1.18 Strength of auditing and reporting standards	5.0	49	7.01 Cooperation in labor-employer relations	4.2	79
1.19 Efficacy of corporate boards	4.8	49	7.02 Flexibility of wage determination	4.3	115
1.20 Protection of minority shareholders' interests	4.5	49	7.03 Rigidity of employment index, 0-100 (worst)*	46.0	118
1.21 Strength of investor protection, 0-10 (best)*	5.3	60	7.04 Hiring and firing practices	2.9	128
<b>2nd pillar: Infrastructure</b>			7.05 Redundancy costs, weeks of salary*	46	84
2.01 Quality of overall infrastructure	3.6	104	7.06 Pay and productivity	3.7	83
2.02 Quality of roads	2.8	118	7.07 Reliance on professional management	4.8	39
2.03 Quality of railroad infrastructure	1.9	91	7.08 Brain drain	4.4	30
2.04 Quality of port infrastructure	2.7	130	7.09 Women in labor force, ratio to men*	0.75	79
2.05 Quality of air transport infrastructure	3.4	122	<b>8th pillar: Financial market development</b>		
2.06 Available airline seat kms/week, millions*	3,580.9	9	8.01 Availability of financial services	5.6	25
2.07 Quality of electricity supply	4.9	69	8.02 Affordability of financial services	4.5	52
2.08 Fixed telephone lines/100 pop.*	21.6	57	8.03 Financing through local equity market	4.2	33
2.09 Mobile telephone subscriptions/100 pop.*	104.1	66	8.04 Ease of access to loans	3.1	47
<b>3rd pillar: Macroeconomic environment</b>			8.05 Venture capital availability	2.8	52
3.01 Government budget balance, % GDP*	-2.9	57	8.06 Soundness of banks	6.2	16
3.02 Gross national savings, % GDP*	17.0	90	8.07 Regulation of securities exchanges	5.7	9
3.03 Inflation, annual % change*	5.0	93	8.08 Legal rights index, 0-10 (best)*	3.0	105
3.04 Interest rate spread, %*	31.1	137	<b>9th pillar: Technological readiness</b>		
3.05 General government debt, % GDP*	66.1	114	9.01 Availability of latest technologies	5.4	53
3.06 Country credit rating, 0-100 (best)*	68.5	39	9.02 Firm-level technology absorption	5.2	48
<b>4th pillar: Health and primary education</b>			9.03 FDI and technology transfer	5.1	28
4.01 Business impact of malaria	6.0	78	9.04 Internet users/100 pop.*	40.7	61
4.02 Malaria cases/100,000 pop.*	728.2	103	9.05 Broadband internet subscriptions/100 pop.*	7.2	63
4.03 Business impact of tuberculosis	5.9	47	9.06 Internet bandwidth, kb/s/capita*	5.1	65
4.04 Tuberculosis incidence/100,000 pop.*	45.0	66	<b>10th pillar: Market size</b>		
4.05 Business impact of HIV/AIDS	5.3	69	10.01 Domestic market size index, 1-7 (best)*	5.7	8
4.06 HIV prevalence, % adult pop.*	0.6	95	10.02 Foreign market size index, 1-7 (best)*	5.5	24
4.07 Infant mortality, deaths/1,000 live births*	17.3	75	<b>11th pillar: Business sophistication</b>		
4.08 Life expectancy, years*	72.6	77	11.01 Local supplier quantity	5.6	10
4.09 Quality of primary education	2.5	124	11.02 Local supplier quality	5.1	32
4.10 Primary education enrollment, net %*	94.2	60	11.03 State of cluster development	4.5	25
<b>5th pillar: Higher education and training</b>			11.04 Nature of competitive advantage	3.2	86
5.01 Secondary education enrollment, gross %*	100.8	23	11.05 Value chain breadth	3.8	52
5.02 Tertiary education enrollment, gross %*	34.4	68	11.06 Control of international distribution	4.5	29
5.03 Quality of the educational system	3.0	115	11.07 Production process sophistication	4.8	29
5.04 Quality of math and science education	2.7	127	11.08 Extent of marketing	5.2	25
5.05 Quality of management schools	4.3	61	11.09 Willingness to delegate authority	4.1	38
5.06 Internet access in schools	3.8	86	<b>12th pillar: Innovation</b>		
5.07 Availability of research and training services	4.7	36	12.01 Capacity for innovation	3.8	31
5.08 Extent of staff training	4.4	33	12.02 Quality of scientific research institutions	4.1	42
			12.03 Company spending on R&D	3.8	30
			12.04 University-industry collaboration in R&D	4.2	38
			12.05 Gov't procurement of advanced tech products	3.9	52
			12.06 Availability of scientists and engineers	3.8	91
			12.07 Utility patents granted/million pop.*	0.9	60

O que mais chama a atenção é que o Brasil está no **pior ranking do mundo** (#142 em 142 países estudados) em itens importantes como: **peso da regulação do governo**, e **extensão e efeito da taxaço**. O país está, ainda, muito mal posicionado em itens como: desvio de recursos públicos (#110), confiança do povo nos políticos (#105), desperdício de gastos do governo (#136), custos do crime e violência sobre os negócios (#126), crime organizado (#120), qualidade da infraestrutura (#104), qualidade das estradas (#118), qualidade da infraestrutura portuária (#130), qualidade da infraestrutura de transporte aéreo (#122), *spread* da taxa de juros (#137), qualidade da educação primária (#124), qualidade do sistema educacional (#115), total de impostos como % do lucro (#133), número de dias para começar um negócio (#138), barreiras ao comércio internacional (#109), rigidez do mercado de trabalho (#118), direitos legais (#105), dentre outros.

De acordo com este estudo, **os maiores problemas do Brasil estão relacionados à falta de infraestrutura, altos impostos, regulação excessiva do governo, regulação restritiva do mercado de trabalho, ineficiência e burocracia do governo, baixa qualidade da educação, corrupção, crime, e ambiente macroeconômico relativamente instável.**

De fato, o Brasil ainda precisa trabalhar muito internamente para sanar estes problemas básicos, **criando condições que permitam um crescimento econômico sustentável.**

Obviamente, um bom ambiente externo pode beneficiar circunstancialmente um país da mesma forma que uma empresa qualquer pode eventualmente tirar algum proveito de um ambiente macroeconômico e setorial mais favorável.

Mas a questão é que nenhum país - assim como nenhuma empresa - deve esperar por fatores externos favoráveis para obter resultados e crescer. Parafraseando Jim Collins (Carta Mensal de Jan/14), empresas – bem como países – precisam trabalhar internamente, superando a si mesmas a cada momento. Só assim poderão avançar de forma consistente.

Quando avaliamos uma empresa, procuramos verificar se ela apresenta *moats*, i.e., se ela dispõe de um modelo de negócios redondo, um ambiente competitivo favorável e um *management* competente para administrá-la. De forma similar, pode-se avaliar um país. Infelizmente, **na atual conjuntura, não se pode afirmar que o Brasil tenha *moats***, o que torna o *investment case* de Brasil relativamente frágil.

Isto, certamente, não é reconfortante, mas também não invalida nossos investimentos em empresas brasileiras específicas, pois acreditamos na capacidade de empresas “boas” superarem cenários adversos e apresentarem bons resultados ao longo do tempo, mesmo que passem por momentos pontualmente mais difíceis.

Além de resolver seus problemas básicos que tanto emperram o crescimento, o Brasil precisa também se preocupar em **promover a inovação**. Afinal, **o progresso tecnológico é a variável que dá sustentabilidade ao crescimento de um país em horizontes mais longos**.

Mesmo países como a China, que ainda lutam para resolver problemas básicos, estão investindo fortemente em promover inovações. A China, por ex., já se tornou um polo relevante de investimentos em P&D, publicações científicas e registro de patentes. Mas foi necessário muito investimento inicial público e privado em P&D e em educação de alta qualidade para que esta condição fosse atingida. O país, obviamente, ainda enfrenta desafios que precisam ser endereçados, especialmente no que tange à proteção de propriedade intelectual, combate à corrupção, ética nos negócios, dentre outros.

A conclusão que fica é que os desafios do Brasil para crescer de forma sustentável são imensos. É preciso promover um *turnaround* no país, criando condições que permitam a volta de investimentos produtivos nacionais e internacionais. E, mais do que isso, é preciso investimentos pesados em educação de qualidade, especialmente no ensino médio e fundamental – criando, assim, um contingente futuro de pessoas que possam efetivamente tirar algum proveito de um ensino universitário e que possam fazer escolhas acertadas para sua vida e para a vida do seu país.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital